

Рублевые корпоративные облигации

14 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ:

- ХКФБ: хорошие результаты в 2007, но сложный год впереди » стр.2

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК:

- ДГК: изолированная генерация » стр.4

НОВОСТИ: ВТБ » стр.6

Индикаторы

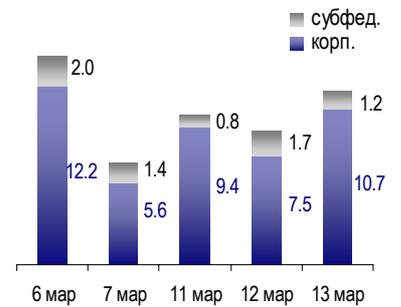
Долларов США за Евро	1.5640	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	23.6772	- 0.7 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 106.82	+ 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.78%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.34%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	188	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	618.3	- 5.3
Остатки на д/с, млрд руб.	122.7	+ 5.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 11.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск АФК Система-1 (6 млрд руб.) размещен под 9.67% годовых к оферте через 1 год

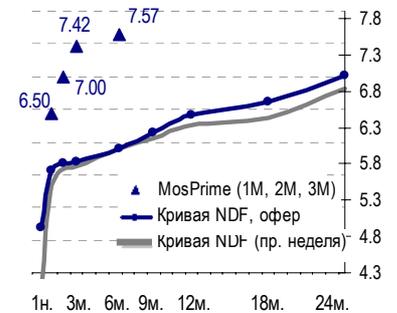
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 14 мар Размещение Дальневосточная генерирующая компания-1 (5 млрд руб., годовая оферта)
- 17 мар Аукцион ОБР-5 (400 млрд руб., погашение 15 сентября 2008)
 - Уплата ½ суммы акцизов
 - Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 18 мар Размещение Еврокоммерц-5 (5 млрд руб., годовая оферта)
 - Размещение Московский Кредитный Банк-4 (2 млрд руб., годовая оферта)
 - Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	95.00	+ 70	5.8	9.22%
РЖД-5	99.85	+ 25	0.8	6.96%
ЛУКОЙЛ-2	99.40	+ 10	1.6	7.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-5	96.00	+ 90	2.0	*9.81%
ЦентрТел-4	106.40	+ 40	1.3	9.15%
ВБД-2	99.00	+ 25	2.4	9.63%

Лидеры падения

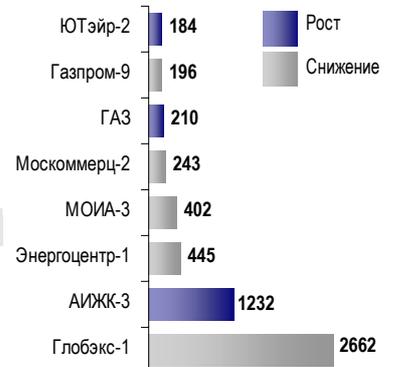
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	99.20	- 99	3.9	7.90%
ЛУКОЙЛ-4	97.80	- 25	4.7	8.04%
АИЖК-7	93.79	- 21	5.1	9.23%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	97.80	- 80	2.2	9.98%
МОИА-3	96.80	- 60	4.2	8.70%
ЮТК-4	100.22	- 28	1.1	10.17%

Лидеры по оборотам



*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ХКФБ: хорошие результаты в 2007, но сложный год впереди

*Результаты 2007
выглядят весьма
позитивно*

В четверг ХКФБ опубликовал отчетность по МСФО за 2007 г. Результаты работы банка в 2007 году в целом можно назвать позитивными: показатели доходности активов и просрочки улучшились, при этом банк продолжил диверсификацию кредитного портфеля, сохранил высокий уровень капитализации и приемлемую ликвидность. Банк также наращивал свое региональное присутствие и по состоянию на конец 2007 года имел около 100 кредитно кассовых офисов, 90 представительств и 29,000 точек продаж в магазинах.

*Существенные объемы
выплат в 2008 году вряд
ли подорвут
ликвидность ХКФБ*

Мы отмечаем, что в 2008 году банку предстоит рефинансировать значительный объем обязательств, представленных как облигационными, так и межбанковскими займами. Совокупный объем обязательств к рефинансированию в текущем году составит, по нашим оценкам, порядка 23 млрд руб. или 28% от активов банка на конец 2007 года. Ликвидность ХКФБ выглядит достаточной, и мы не сомневаемся в способности банка расплатиться по своим обязательствам в 2008 году.

*Мы ожидаем замедления
темпов роста и
некоторого ухудшения
финансовых
показателей в этом году*

В то же время, существенный объем погашений и ограниченность доступа к альтернативным источникам фондирования, по нашему мнению, приведут к замедлению роста активов банка, что, в свою очередь, может повлечь ряд негативных тенденций в финансовых показателях ХКФБ. Мы также отмечаем повышенные риски, связанные с давлением на банк со стороны регуляторов, которым банк может подвергнуться в 2008 году. С более подробной оценкой этих рисков можно ознакомиться в нашем специальном отчете «Все дело в банке», опубликованном 3 марта 2008 года.

*Поддержка акционера –
одна из главных
положительных
характеристик
кредитного профиля
ХКФБ*

Позитивным фактором кредитного профиля ХКФБ является наличие достаточно сильного акционера – чешской группы PPF – который демонстрирует способность и готовность поддержать банк в трудных ситуациях. PPF неоднократно заявлял о стратегической важности российского банковского направления и, к тому же, на настоящий момент может обладать существенным запасом свободных денежных средств после продажи части своих страховых активов в Чехии. Таким образом, в 2008 году ХКФБ вероятно может рассчитывать как на дополнительные вливания в капитал, так и на поддержку в части фондирования со стороны акционеров.

Основные показатели ХКФБ за 2007 по МСФО

Год	Активы, млрд руб.	Достаточность капитала (Базель), %	Просрочка (90+) / кредитный портфель, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	Чистая процентная маржа, %	Комиссионный доход / усредненные активы, %	RoAA, %
2007	81.4	19.8%	12.1%	12.2%	9.42%	7.25%	3.12%
2006	45.4	23.7%	14.2%	9.62%	8.63%	4.37%	1.65%
2005	39.4	32.2%	13.9%	6.32%	5.50%	2.63%	0.78%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

*Подходы к рискам
пересмотрены;*

В 2006 году банк пересмотрел подходы к оценке и управлению рисками, что позволило ХКФБ возобновить бурный рост в 2007 году и улучшить свои финансовые показатели. Банк расширил продуктовую линейку, и на конец 2007 года кредиты наличными и ипотека достигли 12% и 6% от кредитного портфеля соответственно, а доля POS кредитов и кредитных карт несколько сократилась до 51% и 30% (62% и 32% годом ранее). Банк планирует дальнейшую диверсификацию портфеля, что, на наш взгляд, является позитивным фактором для кредитного профиля ХКФБ (особенно если доля залогового кредитования продолжит увеличиваться).

*ХКФБ продолжает
диверсифицировать
кредитный портфель*

*Качество активов
улучшается, но за счет
бурного роста*

Качество активов банка стабилизировалось в основном за счет 94%-го роста кредитного портфеля, а также списания и продажи «плохих» долгов. По нашему мнению, бурный рост портфеля, не позволяет в полной мере оценить эффективность мер, принятых банком в области управления рисками. Мы также отмечаем, что резервов, созданных банком, достаточно лишь для покрытия уже существующей просрочки свыше 90 дней, в то время как остальная часть портфеля ХКФБ, по нашему мнению, может оказаться недорезервированной.

Высокая капитализация – сильная сторона ХКФБ

Достаточность капитала ХКФБ, хотя и продолжает снижаться, остается на очень высоком уровне. Это отчасти смягчает потенциальный риск внезапного ухудшения качества активов. Стоит отметить, что возрастающие инвестиции в развитие региональной сети сокращают «свободный» капитал банка. Так, на конец 2007 года «свободный» капитал (капитал банка за вычетом основных средств) был вдвое меньше балансового. На данном этапе такой уровень иммобилизации капитала нам не кажется критичным, поскольку его достаточность даже с учетом такой корректировки остается на приемлемом уровне около 10%.

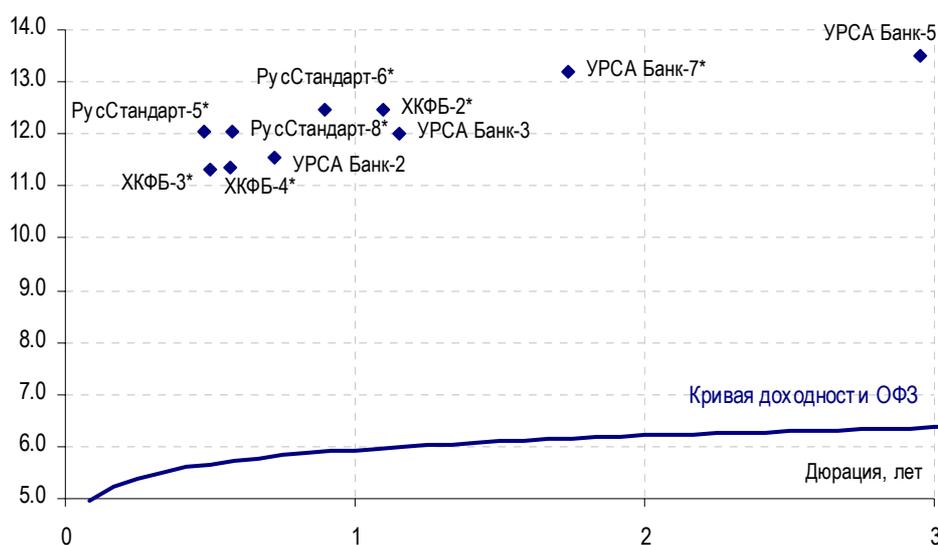
Доходность растет, но так ли она высока?

Банк существенно улучшил показатели доходности в 2007 году – RoAA составил 3.12%, что почти в два раза выше показателя 2006 года. Существенный рост доходности был достигнут как за счет увеличившейся чистой процентной маржи (в основном как следствие сокращающихся расходов на резервирование), так и за счет 66%-ного роста комиссионных доходов. Мы отмечаем, что комиссионные доходы банка существенно возросли за счет штрафных комиссий (42% от всех комиссионных доходов в 2007 году; 2006: 26%), которые согласно учетной политике банка отражаются в отчете о прибылях и убытках по факту начисления. Такой формат учета не дает оснований полагать, что сумма отраженных комиссий будет получена банком в полном объеме, а, следовательно, реальная доходность ХКФБ в 2007 году может быть ниже.

Операционные расходы - одни из самых высоких в секторе

Растущие инвестиции в развитие филиальной сети банка отразились в существенно возросших операционных расходах. Хотя соотношение cost-to-income остается на приемлемом уровне (2007: 43.7%, 2006: 40,8%), операционные затраты продолжают неуклонно расти по отношению к усредненным активам (2007: 12,2%, 2006: 9.62%). Такой уровень операционных издержек является одним из самых высоких по системе. В случае, если банк не сможет эффективно ими управлять, его прибыльность может оказаться под угрозой. При текущем уровне операционных затрат, по нашим подсчетам, 20%-е сокращение чистой процентной маржи и комиссионных доходов будет достаточно для того, чтобы привести банк к нулевому финансовому результату.

На рублевом рынке представлены два выпуска бумаг банка (ХКФБ-3 и ХКФБ-4) с дюрацией до одного года. С точки зрения стратегии «buy and hold» обе бумаги могут быть привлекательны для инвесторов с соответствующим аппетитом к риску, поскольку предлагают достаточно высокую доходность (YTM около 11.3%). Однако наличие более короткой и более доходной бумаги Русский Стандарт-5 (YTM: 12.03%), весьма схожей по кредитному качеству с ХКФБ, а также лучшей с точки зрения кредитных характеристик и чуть более длинной бумаги УРСА банк-2 (YTM: 12,45%), на наш взгляд, делает вложения в последние два облигационных выпуска более предпочтительными.

Доходность облигаций на 13 марта

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ДГК: изолированная генерация

Ориентир по доходности дебютного выпуска облигаций ДГК – 10.78% к годовой оферте

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций Дальневосточной генерирующей компании (ДГК, объем 5 млрд руб., оферта через 1 год). Кредитный профиль ДГК имеет целый ряд особенностей по сравнению с большинством территориальных генкомпаний, связанных с изолированностью энергосистемы Дальнего Востока от единого рынка оптовой электроэнергии. Основные факторы кредитного риска ДГК - высокая долговая нагрузка, большой объем дебиторской задолженности (в т.ч. со стороны материнской компании), а также зависимость финансовых результатов компании от перекрестного субсидирования.

Мы считаем, что по ключевым операционным и финансовым показателям ДГК выглядит хуже большинства представленных на рынке генкомпаний. Ориентир организаторов по ставке купона 1-го выпуска ДГК (10.5%), на наш взгляд, исключает потенциал роста цены облигаций в среднесрочной перспективе. По нашему мнению, бумаги ДГК могли бы представлять интерес для покупки с доходностью на уровне 11.5-12.0%.

Энергосистема Дальнего Востока изолирована от общего оптового рынка электроэнергии

Энергосистема Дальнего Востока не является конкурентным рынком – она отнесена к т.н. «неценовым» зонам, механизм регулирования которых полностью определяется государством. В регионе присутствуют только 2 поставщика электроэнергии – ДГК и ГидроОГК. Функции единого закупщика выполняет Дальневосточная энергетическая компания (ДЭК), она же осуществляет поставки энергии конечным потребителям через собственную распределительную сеть (Дальневосточная распределительная сетевая компания, ДРСК). ДГК и ДРСК являются 100%-ми дочками ДЭК.

Особенность системы – низкая загрузка установленных мощностей

Совокупная установленная мощность ДГК составляет 5.8 тыс МВт, что сравнимо с показателями территориальных генкомпаний, таких как ТГК-1 или ТГК-7. Наибольшая доля установленных мощностей и отпускаемой электроэнергии приходится на Хабаровский филиал. Генерация региона отличается невысокой загрузкой мощностей: коэффициент использования установленных мощностей Хабаровского филиала составляет 40% по электроэнергии и 33% по тепловой энергии (для сравнения, среднее значение КИУМ генкомпаний - около 56%).

Тарифы устанавливаются государством по нормативному методу; для потребителей рост компенсируется бюджетными субвенциями

Фактически, установленная мощность в дальневосточном регионе вдвое превышает потребление. В результате тарифы на Дальнем Востоке примерно в 1.7 раза превышают среднее значение по РФ, и для компенсации опережающего роста тарифов правительство вынуждено использовать бюджетные субвенции. Мы полагаем, что несовершенное тарифное регулирование энергосистемы является основной причиной негативных финансовых результатов ДЭК (компания убыточна по итогам 9мес2007), в то время как ДГК демонстрирует сравнительно высокий уровень рентабельности.

Мы отмечаем, что консолидация дальневосточных энергокомпаний была завершена лишь в начале 2007 года, когда был окончательно сформирован уставный капитал ДГК (допэмиссия акций зарегистрирована в мае 2007 года). Соответственно, отчетность за 2006 год не в полной мере отражает результаты объединенной компании, и для расчета финансовых показателей мы используем отчетность ДГК по РСБУ за 9 месяцев 2007 года.

Финансовые результаты ОАО ДГК по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый Долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
9М2007	22 160	2 836	12.8%	19 266	5.1	3.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Среди ключевых факторов, определяющих кредитный профиль ДГК, мы выделяем следующие:

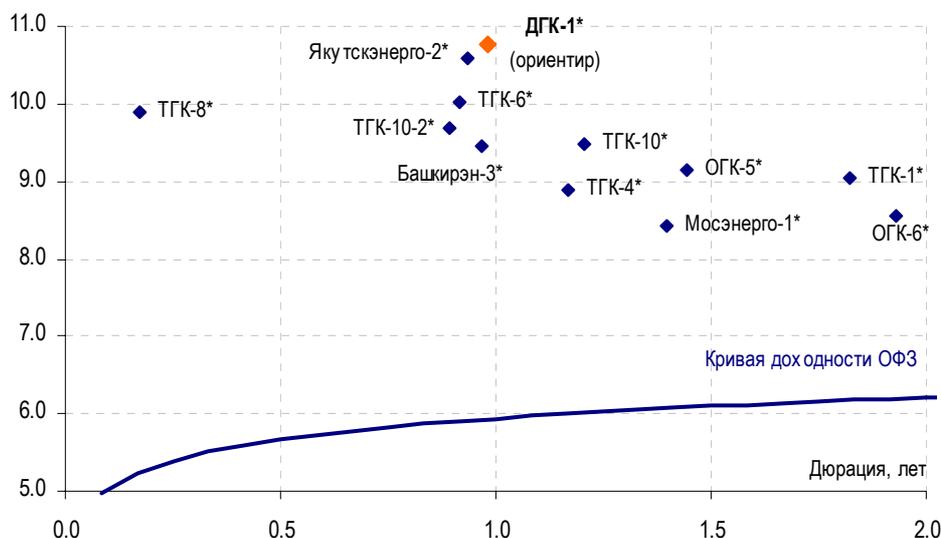
Основной фактор кредитного профиля ДГК – высокая долговая нагрузка, которая вряд ли снизится в ближайшие годы

- В результате реформы, вместе с генерирующими активами, ДГК получила и значительную дебиторскую задолженность компаний-предшественников. На конец 3кв2007, сумма дебиторской задолженности составила 11.6 млрд руб., включая 2.8 млрд руб. задолженности ДЭК за реализацию электроэнергии. Задолженность потребителей по договорам теплоснабжения оценивалась на начало 2007 года в 2.3 млрд руб. Мы полагаем, что кассовые разрывы, возникающие из-за низкой собираемости платежей, компенсируются за счет краткосрочного долга – его объем на конец 3кв2007 превысил 15.3 млрд руб. Мы оцениваем долговую нагрузку ДГК как высокую: финансовый долг ДГК сопоставим с выручкой компании за 9мес2007, а показатель Долг/ЕБИТДА находится на уровне 5.1х.
- В структуре топливного баланса ДГК доминирует уголь (92%), на долю газа приходится всего 6%. Инвестпрограмма компании направлена прежде всего на перевод основных ТЭЦ (двух Хабаровских, Николаевской и частично Амурской) на газ. Стоимость инвестиционной программы ДГК на 2007-2011 гг. составит 35 млрд руб., причем инвестиции 2008 года составят 5.6 млрд руб., в 2009-м сумма увеличится до 7 млрд руб. и достигнет пика (9 млрд) в 2010 году. Мы полагаем, что инвестпрограмма неизбежно будет финансироваться за счет долговых источников, и соответственно, не видим предпосылок для снижения долговой нагрузки компании.
- Финансовое положение материнской компании ДГК – ДЭК – зависит от бюджетных субвенций и перекрестного субсидирования. ДЭК закончила 9 месяцев 2007 года с чистым убытком в 867 млн руб., собственный долг ДЭК составляет около 3 млрд руб. Основным получателем субсидирования является сбытовое подразделение ДЭК, а также ДРСК, которые получают компенсацию разницы между ценой закупки электроэнергии у ДГК и ГидроОГК и ценой продажи потребителям. ДГК показывает положительную рентабельность, однако механизм расчетов с ДЭК, судя по всему, может приводить к внутреннему субсидированию сбыта и распределительных сетей.

На наш взгляд, ориентир по доходности выпуска ДГК-1 не привлекателен

С учетом негативных факторов кредитного профиля ДГК, мы не считаем, что бумаги компании «лягут» на кривую доходности энергокомпаний. Премия к доходности бумаг ТГК, на наш взгляд, должна составить не менее 150 б.п., и в среднесрочной перспективе мы не видим перспектив для сужения спредов. Ориентир организаторов по доходности выпуска ДГК-1 (10.78% к годовой оферте), по нашему мнению, не является привлекательным.

Доходность облигаций на 13 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

ВТБ утвердил купон по облигациям серии 4 на уровне 8.8%

Сегодня Банк ВТБ утвердил 9 и 10 купоны по облигациям четвертой серии (погашение 19 марта 2009) на уровне 8.8%, что эквивалентно доходности к погашению на уровне 8.99%. Размер купона совпадает с нашей оценкой справедливой доходности рублевых облигаций банков первого эшелона, изложенной в специальном отчете от 3 марта 2008. Мы считаем, что с такой доходностью у ВТБ есть хорошие шансы оставить этот выпуск «в рынке».

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.